



Munich Personal RePEc Archive

# Government-owned blocks of shares in Russian companies

Alexander Muravyev

European University Institute

January 2003

Online at <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/27393/>

MPRA Paper No. 27393, posted 12. December 2010 17:36 UTC

# ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПАКЕТЫ АКЦИЙ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ:

ПРОИСХОЖДЕНИЕ, ТИПЫ И ВЛИЯНИЕ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

МУРАВЬЕВ АЛЕКСАНДР АЛЕКСАНДРОВИЧ

Экономист-исследователь, Европейский Университет, Флоренция (Италия).

Эл. почта: [alexander.muravyev@iue.it](mailto:alexander.muravyev@iue.it)

Январь 2003 г.

# GOVERNMENT-OWNED BLOCKS OF SHARES IN RUSSIAN COMPANIES

ALEXANDER MURAVYEV

Researcher, European University Institute, Florence (Italy)

Email: [alexander.muravyev@iue.it](mailto:alexander.muravyev@iue.it)

January 2003

## ВВЕДЕНИЕ

Россия знаменита беспрецедентным масштабом и скоростью реализации программы приватизации — в течение нескольких лет подавляющее большинство государственных предприятий было преобразовано в частные компании. К 1995 г. общественный сектор в этой прежде командной экономике был существенно сокращен и производил менее половины валового внутреннего продукта России. В последующие годы государственный сектор продолжал сжиматься вследствие дальнейших, хотя и менее интенсивных, усилий по приватизации. Однако он остается довольно большим даже по прошествии десятилетия с момента начала приватизации. Только на федеральном уровне государство остается единственным владельцем более чем 9700 предприятий и владеет акциями приблизительно 4000 компаний. Кроме того, государство является владельцем более чем 34 тыс. организаций и учреждений, таких, как больницы, университеты и т.п. (см.: [4]). Эти показатели были бы еще выше, при учете предприятий и организаций, принадлежащих государству на региональном уровне.

Последствия значительного распространения государственной собственности для деятельности предприятий и российской экономики в целом остаются малоизученными. Изучение их особенно интересно ввиду недавней критики российской приватизации. Она была расценена многими наблюдателями и исследователями как процесс, который скорее воспрепятствовал, а не способствовал реструктуризации предприятий и улучшению результатов их деятельности. Такая критика даже стала основанием для предложений о национализации и возможной реприватизации (см. например: [13] и [8]). Существуют многочисленные свидетельства того, что российская приватизация действительно оказалась не столь эффективной, как предполагали. Например, в работе [4] показано, что вскоре по завершении приватизации прибыльных нефтедобывающих предприятий многие из них внезапно превратились в убыточные фирмы. Однако вопрос о том, являлось ли сохранение предприятий в государственной собственности приемлемой альтернативой, остается без ответа.

Другой, тесно связанный с первым, вопрос касается механизмов корпоративного управления предприятиями с участием государства. Эти предприятия могут существенно отличаться друг от друга по таким параметрам, как размер государственных пакетов акций, причина их сохранения в государственной собственности, а также какие органы принимают решения об управлении акциями. Как эти различия влияют на результаты деятельности предприятий? Эти вопросы особенно важны при учете того обстоятельства, что в последние годы российское правительство пытается сформировать четкую политику в сфере управления государственными активами.

Целью настоящей работы является анализ влияния государственной собственности на результаты деятельности предприятий. Она отличается от большинства подобных исследований двумя существенными моментами. Во-первых, в центре ее внимания находятся российские компании с участием государства на федеральном уровне, в большинстве своем — компании смешанной формы собственности, а не обычные государственные предприятия. Во-вторых, настоящая работа идет дальше простого сравнения результатов деятельности этих компаний с частными фирмами и делает акцент на различиях между компаниями с участием государства, с тем чтобы оценить воздействие различных типов государственных пакетов акций на результаты деятельности российских компаний.

## ПРОИСХОЖДЕНИЕ КОМПАНИЙ СМЕШАННОЙ ФОРМЫ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИИ

Происхождение компаний смешанной формы собственности в российской экономике тесно связано с начавшимся в 1992 г. процессом приватизации крупных и средних предприятий. Российская приватизация детально описана во множестве работ (см., например, [5]). Однако, для понимания происхождения, структуры и вероятного воздействия государственных пакетов акций на результаты деятельности компаний необходимо кратко охарактеризовать ее основные этапы и главных участников, управлявших процессом.

В истории российской приватизации можно выделить два этапа — до 1994 г. (массовая приватизация) и после 1994 г. Основными источниками для данного обзора являются различные нормативные акты, но большинство ссылок на них преднамеренно опущено, чтобы сделать изложение более компактным.

### ПЕРИОД МАССОВОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ

В 1990 г. приватизацию уже рассматривали как краеугольный камень экономической реформы в России, а закон о приватизации и другие нормативные документы в этой области находились в стадии разработки. Этот процесс был ускорен ликвидацией СССР в декабре 1991 г., когда Российская Федерация стала владельцем расположенной на ее территории всесоюзной собственности. К тому времени в стране уже было создано главное агентство по приватизации — Госкомитет по управлению государственным имуществом, также известный как ГКИ, — основная функция которого состояла в осуществлении прав государства как собственника предприятий.

#### ГОСКОМИТЕТ ПО УПРАВЛЕНИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ИМУЩЕСТВОМ

Госкомитет по управлению государственным имуществом (ГКИ) был создан в 1990 г. с целью осуществления прав собственника на предприятиях, принадлежавших Российской Федерации. В 1997 г. он был преобразован в Министерство государственного имущества (МГИ). С 1997 г. основная задача министерства — обеспечение единой политики правительства в процессе приватизации и управления государственной собственностью, а также координация действий других федеральных органов исполнительной власти в области управления и распоряжения собственностью государства.

Регулирование процесса приватизации было основной задачей ГКИ в 1992–1994 гг. В частности, он отвечал за одобрение планов приватизации предприятий, кроме того, он был учредителем акционерных компаний, в которые преобразовывались предназначенные для приватизации предприятия. До недавнего времени ГКИ (МГИ) получал долю доходов от приватизационных продаж. Однако он непосредственно не был вовлечен в процесс продажи государственных активов.

Большинство операций в регионах ГКИ проводил через свои региональные отделения. Однако за исключением нескольких регионов ГКИ не создавал собственные офисы, а наделял региональные комитеты по управлению государственной собственностью (которые были созданы и подчинены региональным органам власти) правами своих региональных отделений. Таким образом, региональные комитеты были в двойном подчинении региональным правительствам и центрального аппарата ГКИ и управляли приватизацией федеральных и региональных государственных предприятий.

В начале 1992 г. правительство разделило все принадлежавшие государству активы на три категории: федеральная собственность, региональная собственность и муниципальная

собственность. К муниципальной собственности были отнесены прежде всего мелкие предприятия торговли и сферы обслуживания, в то время как крупные и средние предприятия были отнесены к федеральной или региональной собственности.

Параллельно все предприятия, независимо от их принадлежности к федеральной, региональной или муниципальной собственности, были разделены на четыре категории: предприятия, подлежавшие обязательной приватизации; предприятия, которые могли быть приватизированы только по специальному разрешению правительства или ГКИ (в последнем случае решение о приватизации должно было быть одобрено соответствующим отраслевым министерством); фирмы, которые могли быть приватизированы с разрешения региональных властей; предприятия, приватизация которых не допускалась. Активы, исключенные из процесса приватизации в 1992–1994 гг. (объекты военного назначения, атомные реакторы, железнодорожный транспорт и т.д.), обычно оставались под контролем отраслевых министерств в виде государственных предприятий. Фирмы, приватизация которых требовала одобрения региональных властей, находились в региональной собственности и относились к таким отраслям, как местный транспорт, утилизация сточных вод и т.д. Предприятия, которые могли быть приватизированы с разрешения федерального правительства или ГКИ, относились к энергетике и финансовому сектору. В эту же группу входили фирмы с уставным капиталом, превышавшим один миллиард рублей (по состоянию на 1 января 1992 г.), независимо от их отраслевой принадлежности.

Именно с последней группой государственных предприятий, решения о приватизации которых были отданы на усмотрение правительства или ГКИ, во многом связано появление государственных пакетов акций. Если российское правительство или ГКИ санкционировали приватизацию этих фирм, они, как правило, принимали решение о закреплении 25, 38 или 51% акций в государственной собственности. При отсутствии решения о сохранении пакета акций предприятия в государственной собственности все его акции должны были быть проданы в течение четырех месяцев с момента преобразования в акционерное общество (следует отметить, что это положение часто не выполнялось). Изначально срок закрепления акций в государственной собственности был ограничен тремя годами, однако за государством сохранялось право продления этого срока. Далее в работе такие закрепленные в государственной собственности акции будут именоваться *закрепленными пакетами акций*.

Право собственности государства на некоторые из упомянутых пакетов было вскоре прекращено путем их передачи в создававшиеся государством холдинговые компании. Этот процесс был особенно характерен для таких отраслей, как нефтедобыча, газовая, угольная промышленность и связь. Следует ли передачу государственных пакетов акций в холдинговые компании рассматривать как приватизацию — вопрос спорный; однако поскольку эти пакеты акций были выведены из-под прямого контроля государства, далее в работе они не рассматриваются.

Другим способом сохранения определенного контроля над предприятиями, которые расценивались как стратегически важные, но тем не менее подлежали приватизации, был выпуск *золотой акции*, собственником которой могло быть только государство. Она представляла собой обыкновенную акцию (дающую владельцу все права, предусмотренные для владельцев обыкновенных акций, включая право на получение дивидендов и право голоса на собраниях акционеров), наделенную рядом дополнительных прав. В частности, держатель золотой акции обладал правом вето по некоторым важным вопросам, включая изменения в уставе компании, крупные сделки с ее активами, а также реорганизацию и ликвидацию компании. Как правило, золотую акцию выпускали сроком на три года, но правительство резервировало за собой право на его продление. Решение о выпуске золотой акции должно было быть принято во время приватизации соответствующей фирмы. Правительство принимало обязательство не допускать одновременного закрепления пакета акций в государственной собственности и выпуска золотой акции в одной и той же компании, хотя могло принять решение о замене закрепленного пакета на золотую акцию.

Наконец, многие из ныне существующих государственных пакетов акций представляют собой пакеты, которые были предназначены для продажи, но по той или иной причине не были проданы. Далее в тексте они именуется *остаточными пакетами акций*. Происхождение этих пакетов следующее. Приватизация предприятий, включенных в программу массовой приватизации, предполагала несколько последовательных шагов. После корпоратизации предприятий их акции (за исключением закрепляемых в государственной собственности) передавались Российскому фонду федерального имущества (РФФИ) — специальному финансовому учреждению, созданному государством в 1992 г. с целью продажи активов. В ходе приватизации РФФИ сначала передавал часть акций работникам предприятия, а остальные акции продавал на чековых аукционах, инвестиционных конкурсах и денежных аукционах в соответствии с планом приватизации предприятия.

### РОССИЙСКИЙ ФОНД ФЕДЕРАЛЬНОГО ИМУЩЕСТВА

Российский фонд федерального имущества (РФФИ) был создан с целью реализации имущества предприятий, предлагавшихся для приватизации, равно как и акций этих предприятий. Он был единственной организацией, уполномоченной осуществлять такие продажи от имени федерального правительства. В настоящее время фонд функционирует как специализированная финансовая организация при правительстве Российской Федерации, не являясь его подразделением. С 1998 г. фонд был также уполномочен осуществлять продажу военной собственности, то есть активов, находившихся в распоряжении Министерства обороны. С 2001 г. фонд выступает продавцом конфискованной собственности.

Помимо продажи акций предприятий РФФИ временно владеет ими и осуществляет в течение этого периода права Российской Федерации как собственника акций на собраниях акционеров. Он также получает дивиденды, доходы от приватизации и распределяет их в соответствии с установленными правительством пропорциями. Фонд также может выступать учредителем акционерных обществ и приобретать акции компаний (за исключением созданных в процессе приватизации).

В регионах фонд работает через собственные отделения, а также (на основе специальных соглашений) через региональные фонды имущества, подчиненные региональным властям. Фонд и его отделения частично финансируются за счет поступлений от приватизации.

Общеизвестно, что в ходе российской приватизации работники предприятия обычно становились собственниками 40–56% его акций в зависимости от метода приватизации. На чековые аукционы обычно выставляли 29% акций, а от 15 до 31% акций компании предназначались для продажи через инвестиционные конкурсы или денежные аукционы. Организация аукционов и конкурсов была возложена на РФФИ. Быстрая продажа пакетов акций, очевидно, была одной из задач приватизации. Поэтому программа постваучерной приватизации прямо обязывала региональные фонды имущества продать остававшиеся у них пакеты акций до января 1995 г. Но, как отмечено в работе [2], эта норма часто нарушалась. Одна из часто упоминаемых причин — отсутствие покупателей акций. Однако вполне возможно, что истинная причина была иной. Поскольку завершение процесса приватизации означало ликвидацию фондов имущества, у них были сильные стимулы к сохранению акций, чтобы оправдать свое существование. Как указано в работе [10], региональные фонды имущества или даже региональные отделения ГКИ часто принимали решения о сохранении пакетов или о выпуске золотых акций в компаниях, подлежащих приватизации, тем самым нарушая основные инструкции по приватизации.

Таким образом, помимо большого числа предприятий и организаций, полностью принадлежавших государству, к моменту завершения массовой приватизации российское государство на федеральном уровне оставалось собственником:

- закрепленных пакетов акций в стратегически важных компаниях, сохраненных на основании решений ГКИ или правительства и находившихся в управлении ГКИ;

- остаточных пакетов акций, не проданных или не переданных иным образом (например, в холдинги), обычно находившихся в распоряжении РФФИ и его региональных отделений;

- золотых акций в стратегически важных компаниях.

Сложное администрирование российской приватизации затрудняет оценку количества и размера этих пакетов акций к моменту завершения массовой приватизации (июль 1994 г.). Применительно к закрепленным пакетам акций задача несколько упрощается. В работе [2], обобщившей соответствующие статистические данные за 1993–2000 гг., указано, что в 1993–1994 гг. государство (на всех уровнях, включая регионы) принимало решения о закреплении пакетов акций в 1935 компаниях (что примерно соответствует 8% всех приватизированных за указанный период предприятий) и золотых акций в 996 предприятиях (4%). Мало что известно о количестве остаточных пакетов в распоряжении РФФИ. Это связано с тем, что акции обычно передавались региональным фондам имущества. Как отмечено в работе [10], головной офис РФФИ в Москве не мог контролировать действия своих отделений и даже не имел доступа к данным о приватизационных сделках, проводившихся ими в постваучерный период.

## СОБЫТИЯ ПОСЛЕ МАССОВОЙ ПРИВАТИЗАЦИИ

С 1995 г. на судьбу государственных пакетов акций в российской экономике параллельно влияло несколько процессов. Государство продолжало политику приватизации, хотя и значительно медленнее. Эта политика затрагивала предприятия, исключенные из программы массовой приватизации, а также компании с закрепленными в государственной собственности или остаточными пакетами акций. Во многих предприятиях, приватизированных после 1994 г., правительство сохраняло золотую акцию или пакет акций. Доля предприятий, приватизированных с сохранением участия государства, была намного выше, чем в период массовой приватизации.

Как отмечалось, большинство закрепленных пакетов акций планировалось удерживать в государственной собственности в течение трех лет. В течение этого периода они не могли быть проданы без специального решения правительства или ГКИ. Однако в большинстве случаев правительство не следовало практике немедленной продажи пакетов, чей срок закрепления истекал. Окончание срока закрепления также не означало автоматической передачи пакетов РФФИ, который управлял процессом продажи. Таким образом, что касалось закрепленных пакетов акций, то они могли оставаться в распоряжении ГКИ как закрепленные либо как остаточные пакеты (в зависимости от того, был ли продлен начальный срок закрепления), находиться в руках РФФИ как предназначенные к продаже остаточные пакеты акций, или уже быть проданными или переданными в частные руки, подобно печально известным залоговым аукционам<sup>1</sup>.

К осени 1995 г., когда истекал срок закрепления многих пакетов акций, возникла необходимость определения их дальнейшей судьбы. Вопрос стал особенно актуальным в связи с началом так называемой денежной приватизации, с помощью которой правительство пыталось получить дополнительные доходы для покрытия дефицита бюджета. Правительство приступило к составлению списка стратегически важных предприятий, акции которых не подлежали продаже. Список из 2799 таких фирм появился к сентябрю 1995 г. В 1996–1997 гг. он был расширен приблизительно до 3000 предприятий. В 1997 г. вступил в силу второй закон о приватизации, который не устанавливал точных сроков закрепления в государственной собственности пакетов акций стратегических предприятий. Все государственные пакеты, имевшие к середине

---

<sup>1</sup> Залоговые аукционы детально описаны во многих источниках. См., например [7].



1997 г. статус закрепленных на определенный срок, были преобразованы в бессрочно закрепленные, которые можно было продать только при наличии соответствующего решения правительства.

В 1998 г., когда правительство отчаянно искало источники дополнительных доходов, список был сокращен до 697 компаний. Более 2000 пакетов акций, утративших статус закрепленных, автоматически перешли в разряд предназначенных к продаже остаточных пакетов. Но разразившийся в августе 1998 г. финансовый кризис похоронил надежды на скорую продажу этих пакетов. Таким образом, большинство закрепленных в 1995–1997 гг. пакетов остались в собственности государства (как остаточные пакеты). Что же касается самого списка закрепленных пакетов, с 1998 г. он был несколько раз пересмотрен и к середине 2000 г. охватывал 723 компании.

По завершении программы массовой приватизации государство также должно было определить судьбу зарезервированных в стратегических предприятиях золотых акций. В большинстве случаев период закрепления этих акций был продлен. Подобно закрепленным пакетам акций временный статус золотых акций был ликвидирован законом о приватизации от 1997 г. Срок их действия в законе не регламентировался и устанавливался решением правительства. Интересна судьба золотых акций, срок действия которых истек до августа 1997 г. (момента вступления в силу нового закона) и не был вовремя продлен. В этом случае государство становилось владельцем акции, потерявшей все особые права и превратившейся, по сути, в обыкновенную акцию. Выход из курьезной ситуации, когда в распоряжении федерального правительства оставалась лишь одна обыкновенная акция компании, оказался непростым. Эта акция не могла быть ликвидирована (поскольку была частью уставного капитала компании) и едва ли могла быть продана кому бы то ни было, за исключением разве что самой компании-эмитента<sup>2</sup>.

Другой тенденцией по завершении массовой приватизации стала передача акций федеральным правительством в собственность регионов. Этот процесс особенно часто затрагивал остаточные пакеты акций, находившиеся в распоряжении РФФИ. Начало ему было положено в 1996 г., когда приближающиеся президентские выборы вынудили федеральное правительство искать поддержку региональных властей. В большинстве случаев передача акций служила компенсацией долга федерального правительства перед регионами (см.: [2]).

## СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ к 2001 г.

Приведенный выше обзор процесса приватизации позволяет выделить пять типов государственных пакетов акций:

- закрепленные пакеты акций, находившиеся в распоряжении МГИ (прежде ГКИ)<sup>3</sup>;
- остаточные пакеты акций в распоряжении МГИ (закрепленные пакеты, утратившие этот статус и не переданные РФФИ);
- остаточные пакеты, находившиеся у РФФИ;
- золотые акции, находившиеся у МГИ;
- одна обыкновенная акция предприятия (прежде бывшая золотой) у МГИ или РФФИ<sup>4</sup>.

Информация о размере и количестве относящихся к этим группам пакетов акций крайне скудна. Согласно МГИ, к августу 2001 г. государство на федеральном уровне

---

2 Закон о приватизации от 1997 г. существенно изменил статус золотой акции. С 1997 г. вместо выпуска золотой акции государство получило право резервировать «специальное право» на участие в управлении компаниями. Важно отметить, что «специальное право» не было привязано к выпускаемым компаниями акциям. Однако до настоящего времени термины «золотая акция» и «специальное право» используются как синонимы.

3 Не исключено, что ряд закрепленных пакетов акций находится в управлении РФФИ. Это, очевидно, может быть следствием решения правительства о продаже пакета, передачи его в РФФИ и последующего решения о закреплении пакета.

4 Следует отметить, что эта классификация не полностью соответствует нормативным актам, где в отдельные категории выделены закрепленные пакеты, остаточные пакеты и золотые акции.

имело доли участия в 3949 предприятиях, обладая в 88 из них 100% акций, в 625 компаниях — от 50 до 99%, в 1393 предприятиях — от 25 до 50% и в 1843 компаниях — менее чем 25% акций (см.: [3]). Кроме того, государство являлось собственником золотых акций в 542 компаниях (некоторые из них были среди вышеупомянутых 3949 предприятий с принадлежавшими государству пакетами).

Эти данные касаются всех оставшихся у федерального правительства пакетов акций, независимо от того находились они в распоряжении МГИ или РФФИ. По данным РФФИ, в 2001 г. фонд распоряжался 2400 пакетами акций, из которых приблизительно треть была представлена пакетами из менее чем 10% акций, треть — пакетами от 10 до 25%, а остальные пакеты были крупнее 25%. В 55 компаниях РФФИ владел 100% акций<sup>5</sup>.

Что касается находившихся в руках МГИ акций, одним из немногих источников информации о них является список стратегически важных компаний, который, как было упомянуто выше, включал в 2000 г. 723 фирмы. Об остаточных пакетах, находившихся в руках министерства, нет почти никакой информации. Их общее число не может быть установлено и на основании приведенных выше цифр. Основная проблема состоит в том, что имеющиеся данные касаются количества компаний, а не пакетов акций, и имеется много предприятий, в которых различные типы участия государства сосуществуют, например остаточный пакет РФФИ соседствует с закрепленным пакетом МГИ<sup>6</sup>.

## ПОДХОД ФЕДЕРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА К УПРАВЛЕНИЮ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ПАКЕТАМИ АКЦИЙ

С самого начала приватизации наличие государственного пакета акций в компаниях поставило вопрос о том, как государство должно участвовать в корпоративном управлении этими фирмами. Проблема была особенно острой для закрепленных пакетов акций, которые, как подчеркивалось, были сохранены в собственности государства с целью защиты его существенных интересов. Соответствующие нормативные документы стали появляться уже в 1992 г.

### ОБЩИЙ ПОДХОД

Основным механизмом, предусмотренным в этих документах, было назначение представителей государства, которые должны были контролировать компании с государственным участием, а также назначение директоров в наблюдательные советы компаний. Такими представителями могли быть чиновники (назначавшиеся президентом, правительством, ГКИ или РФФИ) или другие лица (действовавшие на основании специальных контрактов, заключавшихся с ГКИ или РФФИ).

Эти нормативные акты были нацелены на то, чтобы обеспечить жесткую структуру контроля над представителями государства, которые должны были согласовывать свои действия и получать предварительное одобрение органов государственной власти при голосовании по ряду важнейших вопросов, касавшихся компаний. Однако, как это часто было в 1990-х годах, нормативные акты страдали неопределенностью и двусмысленностью. Например, органы власти, ответственные за назначения представителей государства, были просто перечислены, а механизм разрешения потенциальных споров не уделялось никакого внимания. Многие пробелы были постепенно устранены, но самые важные изменения (например, четкая регламентация процедуры назначения представителей и использования прав акционера) произошли только в 1999–2000 гг.

---

5 Из интервью с заместителем руководителя РФФИ В. Фатиковым (Известия, 12 февраля 2002 г.).

6 Известны случаи, когда представители двух органов по-разному голосовали на собраниях акционеров. В результате МГИ выступил с предложениями лишить РФФИ права управления остаточными пакетами акций (АКМ, 27 октября 2000 г.).

Большинство представителей государства были государственными служащими. Например, в 1999 г. к этой категории относились более 99% представителей государства<sup>7</sup>. Основным препятствием назначению других лиц была неопределенность в отношении источников вознаграждения соответствующей деятельности. Что касается назначения государственных служащих, результаты оказались неоднозначными. На то было несколько причин. Во-первых, у многих служащих не было никакого опыта работы в качестве представителей государства в компаниях. Во-вторых, каждый представитель должен был контролировать несколько компаний, часто в разных регионах и отраслях. Эта работа возлагалась на госслужащих помимо их основных обязанностей в МГИ и иных органах власти. В-третьих, у представителей был слабый интерес к улучшению качества управления, поскольку им прямо запрещалось получать какое бы то ни было вознаграждение за соответствующую деятельность<sup>8</sup>. Кроме того, мониторинг деятельности самих представителей со стороны правительства был неэффективным. Возможно, самым ярким проявлением пассивного (или корыстного) поведения представителей государства служат многочисленные случаи размывания государственных пакетов акций с помощью новых эмиссий, получавших одобрение представителей.

Другой механизм, с помощью которого правительство пыталось улучшить корпоративное управление компаний с участием государства, заключался в передаче акций в так называемое доверительное управление. Для этого было необходимо специальное соглашение между государством и юридическим или физическим лицом, которое определяло права и вознаграждение доверительного управляющего. Основным преимуществом этого механизма была возможность назначения доверительных управляющих на конкурсной основе и их денежного стимулирования. Однако, эти контракты создавали широкие возможности для оппортунизма управляющих. По всей видимости, это объясняет, почему указанный механизм существовал только в форме экспериментальных проектов.

Обсуждение роли представителей было бы неполным без упоминания роли региональных властей. В работе ([2]) отмечается, что в 70% случаев представление интересов государства на местах осуществлялось чиновниками из регионов. Данные РФФИ еще более примечательны: из более чем 2000 представителей, только около 300 представляют центральные министерства (Известия, 12 февраля 2002). Эти цифры можно интерпретировать как свидетельство различий между остаточными и закрепленными пакетами: в компании с остаточными пакетами более вероятно назначение представителей из числа региональных чиновников. Поэтому следует ожидать, что региональные правительства, преследующие свои интересы, играют значительную роль в процессе принятия решений в компаниях с федеральными пакетами акций. Влияние региональных властей заметно усиливается, если контроль над представителями государства со стороны федеральных структур минимален (как в случае с головным офисом РФФИ в 1990-е гг.).

## УПРАВЛЕНИЕ РАЗНЫМИ ТИПАМИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

### *ЗАКРЕПЛЕННЫЕ ПАКЕТЫ АКЦИЙ*

---

<sup>7</sup> См., например, Концепцию управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации, одобренную правительством в сентябре 1999 г.

<sup>8</sup> Тем не менее, по словам министра государственного имущества Ф. Газизуллина, существует очередь из государственных служащих (прежде всего, региональных органов власти, министерства сельского хозяйства, министерства экономики и министерства по налогам и сборам), желающих стать представителями государства в некоторых компаниях (Газета.ру, 23 февраля 2000 г.). Причины такого энтузиазма чиновников непонятны и, по всей видимости, связаны с возможностью извлечения ренты. Как подчеркнул в своем интервью министр, «наша цель — направить их энергию в правильное русло», тем самым косвенно признавая, что цели чиновников могут отличаться от целей, декларируемых правительством.

С начала 1990-х гг. контроль над закрепленными пакетами акций по сравнению с прочими был наиболее тщательным. Это не должно вызывать удивления — если закрепление пакетов было мотивировано важностью соответствующих предприятий, правительство должно было занять активную позицию в управлении ими. Однако, как было показано, государственные органы в целом были слабо вовлечены в процесс управления этими фирмами, по крайней мере до конца 1990-х гг. С 1992 г. основной отличительной особенностью закрепленных пакетов акций было то, что они не могли быть проданы без специального решения правительства<sup>9</sup>. Это указывает на стремление правительства удерживать эти пакеты акций в течение длительного времени. Как уже было отмечено, они в основном находились под управлением МГИ.

### *ОСТАТОЧНЫЕ ПАКЕТЫ АКЦИЙ*

К остаточным относятся пакеты акций, которые правительство либо выставило на продажу, либо решило продать в обозримом будущем. Это означает, что государство отказалось от сохранения этих активов как части своего портфеля. Так как эти активы будут недолго оставаться в государственной собственности, объем ресурсов, которые государство готово тратить на управление ими (вовлеченность государства в деятельность предприятия), вероятно, будет меньшей по сравнению с закрепленными пакетами. Пассивная позиция государства по отношению к остаточным пакетам может также быть следствием того, что многие из них являются слишком мелкими, чтобы позволить государству существенно влиять на процесс принятия корпоративных решений (например, путем назначения представителя в наблюдательный совет).

1). *Остаточные пакеты акций РФФИ*. Главная особенность этих пакетов заключается в том, что в соответствии с нормативными документами о приватизации РФФИ не имел права голосовать более чем 20% акций. Вне зависимости от того, обладал ли РФФИ 30 или 50% голосующих акций, на собраниях акционеров он мог использовать только 20% голосов. В августе 1997 г. второй закон о приватизации ослабил это ограничение, разрешив фонду голосовать 25% плюс 1 акцией. Ограничение было окончательно снято в августе 2000 г., когда фонд получил право голосовать всеми акциями, находившимися в его распоряжении.

2). *Остаточные пакеты акций МГИ*. Специальных норм, касавшихся управления этими пакетами, не существовало. В частности, не было ограничений на голосование, равно как и особых процедур управления этими пакетами. Важно подчеркнуть, что эти пакеты появились в результате «раскрепления» пакетов акций, главным образом в 1998 г., когда правительство сократило количество стратегически важных предприятий почти на 75%.

### *ЗОЛОТЫЕ АКЦИИ*

До 1997 г. государство как собственник золотой акции обладало только правом наложения вето, что от его имени могли сделать представители в компаниях. С августа 1997 г. права государства в отношении компаний с золотыми акциями были существенно расширены. В частности, оно получило право назначать одного члена совета директоров и одного члена ревизионной комиссии компании без одобрения общего собрания акционеров, а также требовать созыва внеочередного собрания акционеров. Государству были также предоставлены все права, которыми обладали держатели по меньшей мере двух процентов акций, например, право выдвижения предложений в повестку собрания акционеров. (Эти положения подтверждены в третьем законе о приватизации, вступившем в силу в 2002 г.) В отличие от компаний, где государство обладало пакетом

---

<sup>9</sup> С февраля 2001 г. для приватизации любого пакета акций, находящегося в госсобственности, требуется разрешение правительства.

акций, представлять его интересы в компаниях с золотыми акциями могли только государственные служащие.

Отсутствие упоминания о важных изменениях, происшедших в сфере управления государственными пакетами акций с марта 2000 г., было бы явным упущением. Во-первых, с этого времени детальное регулирование, прежде касавшееся закрепленных пакетов, было распространено и на остаточные пакеты акций<sup>10</sup>. Во-вторых, была определена процедура отбора и назначения представителей государства. Отбор кандидатов и формулирование позиции государства в отношении конкретных компаний стало обязанностью отраслевых министерств, которые должны были представлять свои предложения в МГИ. МГИ, в свою очередь, должно было назначать представителей государства и координировать их деятельность. В 167 компаниях функции министерства возлагались на правительство в целом<sup>11</sup>. Важно подчеркнуть, что РФФИ должен был следовать тем же самым процедурам, что и министерство. Однако объединения находящихся у разных органов государственных пакетов акций одной и той же компании не произошло. В результате все еще были возможны противоречия в действиях министерства и фонда по отношению к одним и тем же компаниям, что периодически имело место до 2000 г.

## ВЛИЯНИЕ НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

При изучении влияния государственных пакетов акций на результаты деятельности компании в России необходимо остановиться на нескольких вопросах. Первый связан с *ролью государства как владельца* производственных активов, особенно в компаниях смешанной формы собственности. Что можно ожидать от государства как одного из владельцев компаний? Второй связан со *статусом пакетов акций* по российскому законодательству, равно как и с различиями между двумя государственными органами, ответственными за управление этими пакетами. МГИ и РФФИ могут иметь разные стимулы, полномочия и степень свободы в управлении акциями. Третий вопрос, которому необходимо уделить внимание в эмпирическом анализе, касается *проблемы отбора предприятий*. Верно ли, что компании с участием государства до приватизации были случайным образом распределены среди «хороших» и «плохих» фирм? Если они изначально (до приватизации) были плохими фирмами, мы едва сможем сделать выводы о роли государства как акционера, сравнивая результаты деятельности этих компаний с результатами прочих фирм. В таком случае неудовлетворительные результаты деятельности компаний лишь отражали бы тот факт, что они и прежде были малоэффективными.

### РОЛЬ ГОСУДАРСТВА КАК ВЛАДЕЛЬЦА АКЦИЙ

Большинство современных источников рассматривает государственную собственность как фактор, ухудшающий результаты деятельности и эффективность предприятий. Потери эффективности связывают с дефицитом стимулов, возникающим из-за несимметричной информации и проблемы неполноты контрактов. Выделяют два типа аргументов, объясняющих неэффективность государственной собственности ([15]). Управленческая точка зрения, представленная в работе [14], предполагает, что государство неспособно эффективно контролировать менеджеров предприятия. Угроза поглощения или банкротства, привносящая дисциплину в частные фирмы, также не существует в принадлежащих государству предприятиях. Политическая точка зрения (см.

---

<sup>10</sup> Различия между закрепленными и остаточными пакетами исчезли с принятием третьего закона о приватизации в 2002 г. В новом законе введено понятие «стратегических компаний» вместо закрепленных пакетов. Изменения в перечне таких компаний, равно как и любые решения об их приватизации, требуют одобрения президента. Таким образом, новый закон делает акцент на различных предприятиях, а не пакетах акций. К лету 2002 г. перечень стратегических компаний еще не был составлен.

<sup>11</sup> К этим компаниям не обязательно относятся предприятия с закрепленными пакетами. Например, РФФИ обладает акциями в 32 из этих 167 компаний, а в трех из них является единственным органом, имеющим государственный пакет.

например, работы [11] и [12]) подчеркивает риск политического вмешательства, которое вынуждает менеджеров менять акцент с максимизации прибыли на другие цели, например, максимизацию занятости.

Намного менее ясен вопрос о том, в какой мере издержки участия государства проявляются в компаниях, где государству принадлежит пакет акций. Эта область остается малоизученной. С одной стороны, таким компаниям присуща более строгая дисциплина, поскольку они могут обанкротиться или стать объектом поглощения. Поскольку частные владельцы заинтересованы в максимизации прибыли компании, система внутреннего контроля оказывается более эффективной, чем в полностью принадлежащих государству предприятиях. Риск политического вмешательства также может быть не столь высоким, так как государство не обладает достаточной силой для вмешательства. Вероятность, что компании действуют подобно частным фирмам, особенно высока, когда участие государства незначительно.

Один из важных аспектов участия государства — возможность поддержки правительством неэффективных фирм. Перспектива получения такой поддержки может облегчить привлечение внешнего финансирования для фирм с участием государства, например, в форме банковских кредитов, потому что эти инвестиции являются в определенной мере защищенными государством. В целом такая поддержка создает неблагоприятные стимулы для фирм, позволяя им не заботиться об эффективности и результатах деятельности. Вероятность получения поддержки выше для фирм с относительно большей долей участия государства.

Несмотря на то что участие государства приводит к появлению множества проблем, нет никаких гарантий, что приватизированные компании в странах с переходной экономикой более эффективны. Пример России особенно показателен. В частности, приватизация привела к передаче контроля над государственными активами экономическим агентам, основной целью которых было быстрое обогащение, в том числе и путем фактического разворовывания активов. Исследование причин данного явления не входит в цели настоящей работы. Наиболее вероятными объяснениями считают плохую защиту прав собственности, а также характер российской приватизации, напоминавшей дешевую распродажу. В ряде эмпирических исследований приведены свидетельства того, что роль государственной собственности не всегда была негативной. Например, в работе ([9]) подвергается сомнению роль частной собственности в России: показано, что результаты деятельности компаний, полностью принадлежавших государству, едва ли отличались от результатов приватизированных фирм без или с незначительным участием государства. Один из выводов работы ([6]) состоит в том, что участие государства в российских компаниях налагает определенные ограничения на рентоориентированное поведение частных акционеров. Данные анекдотического характера по этому вопросу еще более обширны (см. например, [4]).

#### СТАТУС И УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ПАКЕТАМИ АКЦИЙ

Как уже было показано, с разными типами государственных пакетов акций связана разная степень вовлеченности правительства в управление компаниями, что особенно четко видно на примере закрепленных и остаточных пакетов. Возникает вопрос о том, действительно ли большая вовлеченность государства улучшает результаты деятельности фирм. С одной стороны, незначительное вмешательство государства может оказаться предпочтительным, поскольку компании будут в большей мере походить на частные фирмы, стремящиеся к максимизации прибыли. С другой стороны, незначительное участие государства в управлении порождает несоответствие между правами контроля и правами на денежный поток, которыми обладают менеджеры и частные акционеры. Обладая полным контролем, но имея право только на часть прибыли (которая должна быть разделена с государством), менеджеры более склонны вести себя оппортунистически, например, путем извлечения частных выгод контроля. Иными словами, уступка государством своих права контроля менеджерам и частным акционерам

усугубляет проблему корпоративного управления. Напротив, большая вовлеченность государства может сузить пространство для оппортунистического поведения менеджеров (даже несмотря на вероятное несовершенство контроля государства над менеджерами), но, с другой стороны, может исказить цели компании. (Роль государства в мониторинге деятельности менеджеров может быть особенно значимой, если государство является единственным крупным акционером компании.) Таким образом, невозможно точно предсказать, какой из двух типов государственных пакетов — закрепленные пакеты (более жесткий контроль со стороны государства) или остаточные (ограниченная роль государства) — лучше с точки зрения повышения эффективности предприятий.

В свою очередь, остаточными пакетами акций могут распоряжаться МГИ и РФФИ. Следует ли ожидать различий в результатах деятельности компаний с остаточными пакетами РФФИ по сравнению с МГИ? Основным различием между этими типами пакетов было ограничение прав РФФИ при голосовании на собраниях акционеров, и мы сталкиваемся с уже обсуждавшейся проблемой, будет ли более жесткий контроль способствовать улучшению результатов деятельности компаний. Различия в степени контроля между МГИ и РФФИ могут также вытекать из их статуса. Министерство и финансовое учреждение при правительстве РФ, вероятно, обладают разными полномочиями. Это обстоятельство представляется особенно важным при учете того обстоятельства, что большинство пакетов акций управляется региональными чиновниками, связанными с региональными правительствами. Вероятно, при разногласиях с региональными властями МГИ имеет больше возможностей отстаивать свою точку зрения, чем РФФИ<sup>12</sup>. Кроме того, различно происхождение многих пакетов МГИ и РФФИ. Остаточные пакеты МГИ — результат «раскрепления» прежде закрепленных пакетов акций, а в РФФИ есть пакеты, которые не были проданы.

Одним из преимуществ РФФИ перед МГИ, по всей видимости, является более тесная связь между объемом финансовых ресурсов, получаемых РФФИ (доля поступлений от приватизации) и усилий по управлению и приватизации компаний. Иными словами, РФФИ имеет более сильные финансовые стимулы и может извлечь выгоду из максимизации стоимости пакетов акций и их последующей продажи<sup>13</sup>.

Золотые акции не дают государству права вмешательства в текущую деятельность компаний, но предоставляют право вето. Кроме того, правительство может назначать своих представителей в советы директоров. Различие между золотой акцией и пакетом акций, скажем, в 25%, заключается в том, что государство как владелец золотой акции не участвует в распределении прибыли компании. Поэтому в отличие от ситуации, когда правительство обладает пакетом акций и играет пассивную роль в корпоративном управлении, наличие золотой акции не усиливает стимулы других акционеров к экспроприации. Таким образом, при пассивном подходе со стороны государства золотые акции могут быть предпочтительнее государственных пакетов акций. Если же государство занимает более активную позицию, компании с золотыми акциями могут быть лучше защищены от его чрезмерного вмешательства. В то же время наличие золотой акции (равно как и госпакета акций) создает препятствия для потенциальных инвесторов в компанию, поскольку возникает риск того, что их политика (например, программа реструктуризации) будет заблокирована правительством.

---

12 Роль региональных органов власти в управлении компаниями с федеральными пакетами акций остается не вполне ясной. С одной стороны, региональные власти имеют, по всей видимости, больше стимулов к вмешательству в деятельность предприятий, если предприятия переживают не лучшие времена. Например, они заинтересованы в поддержании социальной стабильности, которая может оказаться под угрозой в случае закрытия предприятия. Они также заинтересованы в эффективной деятельности фирм, являющихся налогоплательщиками. С другой стороны, существует опасное несоответствие между правами на денежный поток и правами контроля, поскольку региональные правительства не участвуют в распределении прибыли предприятий. Более того, региональные власти могут ставить перед предприятиями разные внеэкономические цели, например, поддержание занятости.

13 Хотя до недавнего времени МГИ также получал часть доходов от приватизации, прямая связь между политикой МГИ в отношении управления компаниями и его доходами отсутствовала, поскольку многие пакеты МГИ не подлежали приватизации и, что более важно, МГИ не имело никакого отношения к организации продажи акций.

## ПРОБЛЕМЫ ОТБОРА

Несмотря на то что первый параграф этой работы содержит детальное описание происхождения государственных пакетов акций в приватизированных компаниях, вопрос о том, какими были результаты деятельности этих фирм до приватизации, остается открытым. Даже в отношении закрепленных пакетов акций существуют разные точки зрения. Авторы работы [2] утверждают, что закрепленные пакеты акций были сконцентрированы главным образом в предприятиях и отраслях, которые испытали наиболее глубокий спад в течение переходного периода. Однако, в той же самой работе указано, что предприватизационные результаты деятельности предприятий (измеряемые долей убыточных фирм), акции которых были закреплены в госсобственности, были лучше, чем результаты деятельности среднестатистической фирмы. Авторы работы [1], стоявшие во главе процесса приватизации в 1991–1994 гг., указывают, что решения о приватизации часто оказывались результатом торга между ГКИ, стремившимся продать больше, и отраслевыми министерствами, пытавшимися сохранить больше активов в госсобственности. Что касается пакетов РФФИ, вопрос еще более запутан. Доли пакетов, которые не вызвали никакого интереса среди потенциальных инвесторов, и пакетов, которые остались у РФФИ по другим причинам (например, с целью оправдания собственного существования или, возможно, с целью извлечения ренты), неизвестны.

## ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПАКЕТЫ АКЦИЙ И РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: ЭКОНОМЕТРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

В этом параграфе изучается влияние государственных пакетов акций на результаты деятельности российских компаний. Он основан на базе данных о компаниях с участием государства на федеральном уровне, которая была предоставлена Министерством государственного имущества в начале 2001 г. Поскольку имеющаяся информация о количестве государственных пакетов акций разного статуса, равно как и об их распределении среди компаний разного размера и отраслевой принадлежности ограничена, имеет смысл остановиться на описательной статистике государственных пакетов акций.

### ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ПАКЕТЫ АКЦИЙ В РОССИИ: ОПИСАТЕЛЬНАЯ СТАТИСТИКА

В табл. 1 приведена информация о распределении разных типов государственных пакетов акций по основным секторам экономики<sup>14</sup>. Прежде всего, из таблицы видно, что большинство компаний с участием государства относится к промышленности; другими важными отраслями являются сектор научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок (НИОКР), сектор услуг, а также транспорт и связь. Что касается среднего размера государственных пакетов акций, то он превышает 30%. В секторе НИОКР и торговле он выше и приближается к 36 и 41% соответственно. В других секторах доля государства ниже среднего, причем самые низкие показатели — в сельском хозяйстве и строительстве.

В среднем на долю МГИ приходится 17%, а на долю РФФИ примерно 13% акций компаний. Во всех секторах, кроме сельского хозяйства, размер пакета акций МГИ превышает размер пакета акций РФФИ. Особенно крупные пакеты акций сохранены МГИ в торговле и секторе НИОКР. Большинство находящихся в руках министерства пакетов являются остаточными. Их средний размер близок к 10%, в то время как для закрепленных пакетов этот показатель примерно равен 7%. Существует два сектора, а именно транспорт и связь, а также торговля, где размер закрепленных пакетов МГИ в

---

<sup>14</sup> Далее дескриптивная статистика приведена только для предприятий с известными кодами отраслевой принадлежности (ОКПО). Также исключены предприятия с золотыми акциями.



среднем превышает размер остаточных пакетов МГИ. Средний размер пакета акций министерства в сельском хозяйстве очень мал, а закрепленные пакеты отсутствуют вообще. Что касается остаточных пакетов РФФИ, их размер не столь сильно варьируется по секторам, как размер пакета акций МГИ. Пакеты РФФИ являются особенно крупными в компаниях, относящихся к сельскому хозяйству, торговле и промышленности. Наконец, размер государственных пакетов акций разных типов в промышленных предприятиях очень близок к среднему по всем секторам.

Таблица 1

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ РАЗНЫХ ТИПОВ  
ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ ПО ОТРАСЛЯМ**

	<b>Все государствен ные пакеты</b>	<b>Все пакеты МГИ</b>	<b>Закрепленн ые пакеты МГИ</b>	<b>Остаточн ые пакеты МГИ</b>	<b>Остаточные пакеты РФФИ</b>
Промышленность	29,87	16,14	16,14	9,76	13,72
Сельское хозяйство	21,12	1,98	0,00	1,98	19,13
Транспорт и связь	29,44	16,94	9,01	7,93	12,50
Строительство	27,13	15,70	4,40	11,30	11,43
Торговля	40,88	24,29	17,43	6,87	16,59
Услуги	29,06	17,36	5,11	12,25	11,70
НИОКР	35,68	23,06	11,23	11,82	12,62
Всего	30,36	17,29	7,14	10,15	13,07

В табл. 2 показаны количество и доля фирм с государственными пакетами акций разного статуса и размера<sup>15</sup>. Размер большинства пакетов акций не превышает 50%; только в 19% компаний государство обладает большей долей. Имеются существенные различия между пакетами акций РФФИ и МГИ. Во-первых, размер большинства пакетов акций МГИ (61%) попадает в диапазон от 25 до 50% акций, в то время как размер почти двух третей пакетов РФФИ меньше 25% акций. Что касается пакетов акций МГИ, закрепленные пакеты, как правило, больше остаточных. Размер закрепленных пакетов больше 25% в 85% случаев, а размер остаточных пакетов больше 25% только в 66% случаев.

Таблица 2

**КОЛИЧЕСТВО И ДОЛЯ ФИРМ С ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ПАКЕТАМИ АКЦИЙ  
РАЗНОГО СТАТУСА И РАЗМЕРА**

	<b>Всего</b>		<b>Менее 25%</b>		<b>25–50%</b>		<b>Более 50%</b>	
	<b>колич ество</b>	<b>доля (%)</b>	<b>колич ество</b>	<b>доля (%)</b>	<b>колич ество</b>	<b>доля (%)</b>	<b>колич ество</b>	<b>доля (%)</b>
Все государственные	3055	100	1257	41,1	1206	39,5	592	19,4

<sup>15</sup> Выделены три категории в зависимости от размера пакета акций: пакеты менее 25% акций, от 25 до 50% и более 50%. Основанием для этого послужили следующие соображения: пакеты из менее чем 25% акций не позволяют государству оказывать значительного влияния на компании (в частности, они не дают права блокировать нежелательные решения собрания акционеров). Пакеты от 25 до 50% обычно означают отсутствие у государства контроля над текущей деятельностью фирмы, но дают право вето. Более крупные пакеты позволяют государству осуществлять контроль над текущей деятельностью.

пакеты								
Все пакеты МГИ	1673	100	381	22,8	1018	60,8	274	16,4
Закрепленные пакеты МГИ	653	100	95	14,5	428	65,5	130	19,9
Остаточные пакеты МГИ	1115	100	376	33,7	600	53,8	139	12,5
Остаточные пакеты РФФИ	1660	100	1076	64,8	381	23,0	203	12,2

В табл. 3 приведена информация о распределении пакетов акций разных типов в зависимости от размера компании (численность работающих в 2000 г., данные о занятости взяты из базы Альба). Число наблюдений примерно равно половине исходной выборки, так как для многих фирм данные о занятости отсутствуют. Мелкими фирмами считаются предприятия с менее чем 200 занятыми, фирмами среднего размера — предприятия с численностью от 200 до 1000 работников, под большими фирмами — с более чем 1000 занятых. Из таблицы видно, что в мелких фирмах размер государственного пакета больше. В то же время имеется существенная разница между пакетами РФФИ и МГИ. В небольших фирмах размер пакета акций РФФИ в 2,5 раза больше, чем МГИ. Напротив, в крупных фирмах размер пакетов МГИ больше, чем размер пакетов РФФИ. В частности доля закрепленных пакетов МГИ наибольшая в крупных компаниях.

Таблица 3

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ РАЗНЫХ ТИПОВ  
В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАЗМЕРА КОМПАНИИ**

	<b>Мелкие</b>	<b>Средние</b>	<b>Крупные</b>	<b>Всего</b>
Все государственные пакеты	36,20	31,21	30,56	32,50
Все пакеты МГИ	10,64	17,73	20,16	16,27
Закрепленные пакеты МГИ	3,74	8,17	12,58	8,00
<i>(См. продолж.)</i>				
Остаточные пакеты МГИ	6,90	9,57	7,58	8,28
Остаточные пакеты РФФИ	25,56	13,47	10,40	16,23
Всего	481	741	420	1642

Что касается золотых акций, они присутствуют в 84 мелких компаниях, 109 предприятиях среднего размера и 59 крупных фирмах и главным образом сосредоточены в промышленности, а также на транспорте и в связи.

**ВЫБОРКА**

С целью изучения влияния участия государства на результаты деятельности компаний база данных МГИ была сопоставлена с базами данных Альба и Гнозис, которые содержат информацию о финансах и занятости предприятий. Эти две базы, использующие данные Госкомстата, — лучший источник финансовой информации о фирмах. Однако представленная в этих базах данных финансовая информация относится преимущественно к промышленным фирмам. По этой причине предприятия других секторов исключены из выборки. Это не должно сильно влиять на результаты анализа, поскольку промышленность — наиболее репрезентативный сектор в отношении разных типов государственных пакетов акций. Как уже подчеркивалось, распределение долей участия

государства в промышленности очень близко к соответствующему распределению в генеральной совокупности компаний с участием государства. Другая причина заключается в том, что анализ одного, относительно однородного сектора может быть предпочтительным, так как для него характерна меньшая вариация результатов деятельности фирм, чем для экономики в целом.

Поскольку нас интересует сравнение результатов деятельности компаний с участием государства на федеральном уровне с предприятиями без участия государства, в выборку были включены все прочие предприятия из баз Гнозис и Альба, относящиеся к промышленности и не имеющие долей участия государства на федеральном уровне<sup>16</sup>. Важно отметить, что выборка ограничена фирмами, существовавшими в 1993 г. Это сделано для того, чтобы исключить предприятия (или, по крайней мере, значительно уменьшить их количество), изначально создававшиеся как частные. Очевидно, что эти фирмы являются плохой базой для выявления эффекта *сохранения участия государства*, поскольку с момента основания могли иметь доступ к лучшей технологии, качеству управления и т.д.

### ЭКОНОМЕТРИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ

Влияние участия государства на федеральном уровне на результаты деятельности предприятия оценивается с помощью следующей эконометрической модели:

$$Perf_i = a + b_1 \cdot Perf\_lag_i + \sum_{j=2}^m b_j \cdot Ownership_{ij} + b_{m+1} \cdot Monopoly_i + b_{m+2} \cdot Size_i + \sum_{j=m+3}^n b_j \cdot Industry_{ij}$$

где

$Perf_i$  — характеризует результат деятельности компании в 2000 г.;

$Perf\_lag_i$  — характеризует результат деятельности компании в 1993 г.;

$Ownership_i$  — вектор переменных, описывающих участие государства;

$Monopoly_i$  — фиктивная переменная, равная единице, если фирма включена в список монополистов Министерства по антимонопольной политике, и нулю в иных случаях;

$Size_i$  — размер компании (логарифм численности занятых в 1993 г.);

$Industry_i$  — вектор фиктивных переменных для подотраслей промышленности.

Понятие «результат деятельности предприятия» допускает множество интерпретаций. В прикладных исследованиях под улучшением результатов деятельности фирм обычно понимают рост прибыли, более высокую эффективность и увеличение выпуска продукции. В развитой рыночной экономике принято также использовать Q Тобина, который отражает ожидаемые в будущем результаты деятельности фирмы.

В переходной экономике России трудно найти надежный показатель эффективности фирм. Основная проблема — существенные искажения величины основного капитала, что делает проблематичным использование стандартных показателей, таких, как рентабельность капитала или совокупная производительность факторов. Существуют также проблемы при измерении выпуска продукции (из-за присутствия бартера, широко распространенного до недавнего времени) и занятости (из-за неполной занятости и неоплачиваемых отпусков сотрудников российских фирм). Наибольшие проблемы возникают при попытке использовать прибыль после налогообложения, поскольку налоги в России часто рассматриваются как эндогенные, а не экзогенно заданные.

Другая специфическая проблема касается применимости стандартных показателей, характеризующих результаты деятельности частных фирм, к компаниям с участием государства. Существуют веские основания полагать, что целью государственных

<sup>16</sup> Подавляющее большинство добавленных фирм являются частными предприятиями, однако в некоторых есть доля участия региональных и местных властей, как следует из базы данных Альба. В ней выделены 25 категорий собственности, в основном смешанные формы (например, российская собственность с долей иностранной собственности), однако доли не указаны. Стоит отметить, что информация о собственности в базе данных Альба в целом соответствует данным базы данных МГИ: большинство предприятий из базы МГИ помечены в базе Альба как компании смешанной формы собственности (частная и федеральная государственная).

предприятий является не только и не столько извлечение прибыли, сколько предоставление общественных благ или обеспечение занятости в конкретном регионе. Действительно, во многих странах участие государства в хозяйственной деятельности объясняется именно необходимостью достижения таких целей, а не максимизацией прибыли. Тем не менее можно утверждать, что проблема пригодности стандартных показателей эффективности менее злободневна для вошедших в выборку российских предприятий с долей собственности государства. Во-первых, они являются акционерными обществами, а не классическими государственными предприятиями и поэтому сталкиваются с рыночными силами, например, с угрозой банкротства и, возможно, поглощения. Следовательно, эффективность и максимизация прибыли должны быть среди приоритетных целей их деятельности. Во-вторых, государство уже денонсировало свой интерес в сохранении доли собственности в большинстве этих компаний (большинство пакетов акций являются остаточными, а не закрепленными). Следовательно, эти компании едва ли производят общественные блага, которые свободный рынок был бы не в состоянии обеспечить<sup>17</sup>. Поэтому стандартные критерии экономической эффективности в целом применимы к изучаемым фирмам с участием государства.

Наконец, существует проблема доступности данных. Базы данных Альба и Гнозис содержат информацию об объеме реализации, налогооблагаемой прибыли и занятости для большинства промышленных предприятий. Прочие финансовые данные доступны для ограниченного числа фирм. Принимая во внимание проблемы, связанные с доступностью данных, а также учитывая, что не все критерии эффективности предприятий пригодны, мы базируем дальнейший анализ на двух критериях: производительности труда (логарифм отношения объема продаж к численности занятых) и рентабельности (отношение налогооблагаемой прибыли к объему продаж) в 2000 г.<sup>18</sup> Очевидно, что эти показатели далеки от совершенства. Например, производительность труда, по всей видимости, значительно варьируется из-за разной капиталоемкости предприятий разных подотраслей. Тем не менее эту проблему можно решить путем использования фиктивных переменных для подотраслей.

Лаговые переменные, характеризующие результаты деятельности фирм, включены в модель с целью решения проблемы вероятной эндогенности переменных, описывающих структуру собственности предприятий. Как уже упоминалось, на вопрос об эндогенности регрессоров нет однозначного ответа. Включение лаговых переменных позволяет учесть результаты деятельности предприятий в начале переходного периода, когда фактически все они принадлежали государству, что позволяет выявить истинный эффект участия государства в предприятиях.

Лаговые значения зависимых переменных рассчитаны с использованием финансовых отчетов компаний и данных о занятости за 1993 г. Решение использовать данные этого года не бесспорно. Предприватизационные данные, например, за 1991 г., когда все фирмы имели одинаковую структуру собственности (полностью принадлежали государству), вне сомнения, были бы более адекватны задаче исследования. Однако с таким подходом связано несколько проблем. Первая и наиболее очевидная — недоступность данных более ранних периодов. Например, многие предприятия поменяли коды ОКПО и поэтому не могут быть идентифицированы. Кроме того данные, полученные раньше, менее надежны, так как многие предприятия подверглись реорганизации с выделением и присоединением подразделений. Другая проблема связана с ценообразованием. В советское время отпускные цены предприятий устанавливало государство, а не рынок. В 1992 г. государство либерализовало цены на большинство потребительских товаров, однако сохранило ценовое регулирование в нескольких секторах, постепенно ослабляя его в последующие годы.

---

17 Закрепленные пакеты могут быть исключением в этом отношении. Если они сохранены в госсобственности с целью предоставления общественных благ или поддержания занятости в конкретном регионе, у соответствующих предприятий больше шансов оказаться неэффективными в соответствии со стандартными критериями.

18 В результате размер выборки сокращается до 4467 промышленных предприятий, из которых 698 фирм имеют долю участия государства или золотую акцию. В частности, в 303 компаниях имеется пакет МГИ (208 с закрепленным пакетом и 105 с остаточным), в 419 компаниях — пакет РФФИ и в 65 компаниях — золотые акции.

Поэтому более поздние данные надежнее — вероятность вмешательства государства в процесс ценообразования меньше. В то же время использование более поздних данных для вычисления лаговых значений зависимых переменных чревато тем, что эти значения отражают не только начальные условия деятельности предприятий, но также и эффект приватизации. Поэтому использование данных за 1993 г. следует рассматривать как компромиссное решение. Будем предполагать, что к этому времени большинство предприятий перешло на рыночные цены, а изменения структуры собственности некоторых предприятий в ходе приватизации еще не повлияли на результаты их деятельности.

С целью корректировки резко выделяющихся наблюдений непрерывных переменных, входящих в регрессионные уравнения, был проведен винзорайзинг данных, затронувший 2,5% значений переменных в хвостах распределений. Винзорайзинг — робастная процедура, которая идентифицирует резко выделяющиеся наблюдения в хвостах распределения и вместо удаления этих наблюдений присваивает им значения, отделяющие хвосты распределения от основной массы наблюдений<sup>19</sup>.

В регрессионные уравнения включено большое число фиктивных переменных для подотраслей промышленности. Выделены восемнадцать подотраслей: 1) электроэнергетика, 2) топливная промышленность, 3) черная металлургия, 4) цветная металлургия, 5) химическая, 6) нефтехимическая, 7) машиностроение и металлообработка, 8) лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная (ЛДЦБ), 9) производство строительных материалов, 10) стекольная, 11) легкая, 12) пищевая, 13) микробиологическая, 14) мукомольная, 15) медицинская, 16) полиграфическая и две специальные категории для предприятий, которые не входят ни в одну из вышеупомянутых подотраслей: 17) другие промышленные предприятия и 18) головные предприятия холдингов. Самой крупной из подотраслей является машиностроение, которое выступает базовой подотраслью во всех регрессиях.

С целью выявления влияния участия государства, равно как и пакетов акций разных типов и размеров, были рассмотрены несколько спецификаций модели. Анализ начинается с простейшей спецификации, где структура собственности отражена в одной переменной — фиктивной переменной, указывающей на участие государства в капитале компании, и заканчивается спецификацией, где использованы непрерывные переменные для размера закрепленных и остаточных пакетов МГИ, остаточных пакетов РФФИ, а также фиктивная переменная, указывающая на наличие золотой акции.

## РЕЗУЛЬТАТЫ ОЦЕНКИ ПАРАМЕТРОВ УРАВНЕНИЙ РЕГРЕССИИ

Результаты регрессионного анализа для первой спецификации, где данные о собственности представлены лишь фиктивной переменной, характеризующей наличие доли государства (в любой форме, включая золотые акции), а зависимыми переменными выступают производительность труда и рентабельность, приведены в *табл. 4 Приложения*. Они указывают на то, что результаты деятельности компаний в 2000 г. позитивно и статистически значимо коррелированы с результатами их деятельности в 1993 г. Лаговая переменная, по сути, является наиболее значимой объясняющей переменной в обеих регрессиях (с *t*-статистикой, превышающей 31 и 11 соответственно). Также выявлено негативное и статистически значимое влияние участия государства на результаты деятельности компаний. В компаниях, где государство имеет долю участия, производительность труда составляет только 75% производительности труда прочих фирм тех же самых отраслей. В свою очередь, рентабельность оказывается на 5% ниже (в абсолютных значениях) по сравнению с предприятиями без участия государства. Стоит отметить, что при удалении из модели лаговых зависимых переменных абсолютное значение коэффициентов при фиктивной переменной, отражающей участие государства, только увеличивается,

---

<sup>19</sup> Параметры уравнений регрессии оценивались также для всей выборки без использования винзорайзинга. Результаты оказались почти идентичными.

подтверждая худшие результаты деятельности фирм с участием государства<sup>20</sup>. Контрольные переменные, характеризующие размер, монополистический статус предприятия и отрасль промышленности, статистически значимы. В частности, результаты деятельности оказываются выше в более мелких и монополистических фирмах. Последний результат согласуется с микроэкономической теорией, которая предрекает абнормальную прибыль предприятиям-монополистам, если их деятельность не регулируется государством.

Вторая спецификация с непрерывной переменной для участия государства и фиктивной — для золотых акций показывает негативное и статистически значимое влияние государственного пакета акций на результаты деятельности фирм (см. табл. 5 Приложения). Увеличение доли государства в капитале компании на 10% приводит к падению производительности труда почти 6,5%. Такой же рост доли государства снижает рентабельность на 1,2% (в абсолютном выражении). Коэффициент при переменной, отражающей наличие золотой акции, отрицательный, но статистически не значим в обоих случаях.

Третья спецификация вводит различие между двумя типами государственных пакетов акций — находящихся в распоряжении МГИ и РФФИ. Оказывается, что влияние этих двух типов пакетов на результаты деятельности компании неодинаково (см. табл. 6 Приложения). Основным результатом состоит в том, что компании с пакетами акций, находящимися в распоряжении РФФИ, функционируют значительно хуже среднестатистической фирмы подотрасли, в то время как наличие пакета акций МГИ если и влияет негативно на результаты деятельности компаний, то намного слабее. Наличие золотой акции не влияет на результаты деятельности предприятий.

Четвертая спецификация вводит различие между закрепленными и остаточными пакетами акций МГИ (см. табл. 7 Приложения). Оказывается, что закрепленные пакеты акций не имеют никакого отрицательного воздействия на производительность труда и на рентабельность. Остаточный пакет акций, находящийся в руках МГИ, негативно и статистически значимо влияет на производительность труда и не влияет на рентабельность. Наличие пакета акций РФФИ негативно и статистически значимо влияет как на производительность труда, так и на рентабельность. Важно подчеркнуть, что в регрессии с производительностью труда коэффициенты при переменных, отражающих размер остаточных пакетов МГИ и РФФИ, статистически различны. Подобно предыдущим регрессиям, золотая акция не влияет ни на производительность труда, ни на рентабельность.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Приведенные выше результаты могут быть обобщены следующим образом. В целом результаты деятельности компаний с участием государства значительно хуже результатов деятельности компаний без участия государства. Этот негативный эффект участия государства едва ли является следствием того, что в результате процесса приватизации в руках государства остались «изначально плохие» фирмы, а «хорошие» были приватизированы. Поэтому можно сделать вывод о том, что участие государства в целом пагубно отражается на результатах деятельности компаний.

В работе выявлены интересные различия в результатах деятельности компаний с разными типами государственных пакетов акций. Регрессионный анализ свидетельствует о том, что компании с государственными пакетами акций в управлении МГИ более эффективны, чем компании с государственными пакетами в руках РФФИ. Более детальный анализ показывает, что результаты деятельности компаний с остаточными пакетами в управлении РФФИ — самые плохие по сравнению с результатами деятельности компаний с закрепленными и остаточными пакетами, находящимися у МГИ. Стоит отметить, что о

---

<sup>20</sup> Этот результат подтверждается в других спецификациях. Он означает, что фирмы с участием государства действительно функционировали чуть хуже остальных фирм в 1993 г., однако эта разница в исходных условиях не может полностью объяснить низкие результаты деятельности компаний с госучастием в 2000 г. Поэтому низкие результаты в 2000 г. являются следствием сохранения государственного участия.

неэффективности компаний из портфеля РФФИ свидетельствуют стандартные показатели коммерческой эффективности, такие, как производительность труда и рентабельность. И это несмотря на то, что именно данные предприятия ближе к «нормальным» коммерчески-ориентированным фирмам, не обремененным дополнительными задачами, в отличие от «стратегически важных предприятий» с закрепленными пакетами акций.

Причину низкой эффективности предприятий с государственными пакетами акций, находящихся в управлении РФФИ, следует искать в характеристиках этих пакетов и способе управления ими. Одна из наиболее часто называемых причин низкой эффективности компаний из портфеля РФФИ, а именно то, что у фонда осталось большое число пакетов, которые не были проданы из-за отсутствия покупателей (пакеты акций плохих компаний), не подтверждается в настоящем исследовании. Оно также свидетельствует о том, что несколько лучшие финансовые стимулы РФФИ по сравнению с МГИ не играют никакой роли в улучшении результатов деятельности предприятий. Следовательно, основным объяснением, по всей видимости, является недостаточный контроль над предприятиями с участием государства. Этот аргумент особенно действенен для пакетов акций РФФИ, участие которого в управлении предприятиями было в течение нескольких лет ограничено, а большинство пакетов фактически оказалось в распоряжении региональных властей.

Точка зрения, что контроль имеет значение, также подтверждается при сравнении закрепленных и остаточных пакетов МГИ. Эконометрический анализ указывает на преимущество закрепленных пакетов (производительность труда в таких компаниях выше, чем на предприятиях с остаточными пакетами МГИ). Как следует из описательной части исследования, основное различие между этими двумя типами пакетов — степень контроля над соответствующими фирмами. В остальном эти два типа пакетов отличаются незначительно. В частности, у них одно и то же происхождение, не сильно отличается и их размер.

Более общий вывод из проведенного анализа состоит в том, что в России искажение целевых функций фирм из-за вмешательства государства не столь опасно, как недостаток контроля над компаниями и в частности несовершенный мониторинг действий менеджеров. Этот вывод подчеркивает необходимость совершенствования корпоративного управления в России, о чем также свидетельствуют многие более ранние исследования.

Другой важный результат исследования заключается в том, что золотая акция не оказывает пагубного влияния на результаты деятельности компании. Поэтому сохранение некоторого контроля над компаниями посредством выпуска такой акции может быть предпочтительнее закрепления пакетов акций.

Проведенный анализ позволяет сделать несколько практических рекомендаций. Во-первых, правительству не следует сохранять пакеты акций в компаниях, если для этого нет особых оснований. Приватизация большинства остающихся в собственности государства пакетов акций является разумным шагом. Во-вторых, если правительству по той или иной причине необходимо сохранить долю участия в компании, больший контроль со стороны государства будет способствовать улучшению результатов ее деятельности. Это означает, что необходимо совершенствовать структуру управления государственными пакетами акций (и соответственно предприятиями). В свою очередь, необходимость усиления контроля над компаниями подразумевает, что государственный пакет акций в одной и той же компании должен находиться в управлении одного ведомства, а не нескольких министерств или агентств, как это имеет место в России. Наконец, выпуск золотых акций в стратегически важных компаниях является разумной альтернативой сохранению пакетов акций в собственности государства.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Приватизация по-российски / Под ред. А. Чубайса. М.: Вагриус, 1999.

2. *Радыгин А., Мальгинов Г.* Государственная собственность в российских корпорациях: проблемы эффективности управления и государственного регулирования. Институт экономики переходного периода. М., 2001.
3. Российская экономика в 2001 г.: тенденции и перспективы. Институт экономики переходного периода. М., 2002.
4. *Black B., Kraakman R., Tarassova A.* Russian Privatisation and Corporate Governance: What Went Wrong? // *Stanford Law Review*. 2000.
5. *Boycko M., Shleifer A., Vishny R.* Privatising Russia. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 1995.
6. *Kuznetsov P., Muravyev A.* Ownership Structure and Firm Performance in Russia: the Case of «Blue Chips» of the Stock Market // EERC working paper. № 01/10. Moscow, 2001.
7. *Lieberman I., Veimetra R.* The Rush for State Shares in the «Klondyke» of Wild East Capitalism: Loans-For-Shares Transactions in Russia // *George Washington Journal of International Law and Economics*. Vol. 29. № 3. 1996.
8. *Nellis J.* Time to Rethink Privatisation in Transition Economies? World Bank — International Finance Corporation Working Paper № 38. 1999.
9. *Perevalov Y., Gimadi I., Dobrodey V.* The Impact of Privatisation on the Performance of Medium and Large Industrial Enterprises. EERC working paper № 2K-01E. Moscow, 2000.
10. *Pistor K., Turkewitz J.* Coping with Hydra — State Ownership after Privatisation / *Frydman R., Gray C., Rapaczynski A.* Corporate Governance in Central Europe and Russia. Budapest: Central European University Press, 1996. Vol. 2.
11. *Shleifer A., Vishny R.* Politicians and Firms // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 109. 1994.
12. *Shleifer A., Vishny R.* A Theory of Privatisation // *Economic Journal*. Vol. 106. 1996.
13. *Stiglitz J.* Whither Reform? Ten Years of Transition. Paper prepared for World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, DC, 1999.
14. *Vickers J., Yarrow G.* Privatisation: An Economic Analysis. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 1990.
15. *Zinnes C., Eilat Y., Sachs J.* The Gains from Privatisation in Transition Economies: Is «Change of Ownership» Enough? IMF staff papers. 2001.



# ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица 4

ВЛИЯНИЕ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИЙ: РЕГРЕССИИ С ФИКТИВНОЙ ПЕРЕМЕННОЙ,  
ОТРАЖАЮЩЕЙ УЧАСТИЕ ГОСУДАРСТВА

	Log(производительность труда)			Рентабельность		
	коэф.	t	P>t	коэф.	t	P>t
Лаговая зависимая переменная	0,5015415	31,23	0,000	0,1574786	11,43	0,000
Фиктивная переменная для участия государства	-0,2687565	-9,14	0,000	-0,0504704	-6,29	0,000
Контрольные переменные:						
монополистический статус предприятия	08 37894	2,58	0,010	0,0209176	2,84	0,004
размер предприятия	-0,0664346	-6,39	0,000	-0,005501	-2,16	0,031
электроэнергетика	0,3114507	5,12	0,000	-0,0165007	-1,15	0,251
топливная промышленность	0,2687484	4,95	0,000	0,0077852	0,45	0,652
черная металлургия	0,1244996	2,25	0,024	-0,0033266	-0,26	0,792
цветная металлургия	0,4016381	4,04	0,000	-0,0357912	-1,22	0,224
химическая промышленность	0,2179393	3,64	0,000	-0,0076841	-0,55	0,583
нефтехимическая промышленность	0,1113024	1,64	0,100	-0,012686	-0,72	0,469
ЛДЦБ	-0,038371	-1,00	0,319	-0,0363818	-3,81	0,000
производство строительных материалов	-0,0900499	-2,68	0,007	-0,0225055	-2,70	0,007
стекольная промышленность	-0,0505081	-0,82	0,410	0,0595551	2,69	0,007
легкая промышленность	-0,3218753	-7,49	0,000	-0,0193976	-1,91	0,056
пищевая промышленность	0,1541397	4,55	0,000	-0,0128663	-2,02	0,043
микробиологическая промышленность	-0,0447108	-0,29	0,773	-0,0406955	-1,21	0,227
мукомольная промышленность	0,0321316	0,44	0,662	0,0090409	0,78	0,436
медицинская промышленность	0,4682731	6,31	0,000	0,1076085	6,59	0,000
полиграфическая промышленность	0,3582315	4,73	0,000	0,0672907	4,39	0,000
другие промышленные предприятия	-0,2771853	-2,58	0,010	0,1174121	3,70	0,000
головные предприятия холдингов	0,0595962	0,11	0,911	-0,2705122	-2,64	0,008
Постоянная	1,409224	9,54	0,000	0,0773683	4,12	0,000
Число наблюдений	4467			4094		
F(21, 4445)	168,36			15,84		
Prob > F	0,0000			0,0000		
R <sup>2</sup>	0,4527			0,0840		

Таблица 5

ВЛИЯНИЕ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИЙ: РЕГРЕССИИ С НЕПРЕРЫВНОЙ ПЕРЕМЕННОЙ,  
УКАЗЫВАЮЩЕЙ НА РАЗМЕР ГОСУДАРСТВЕННОГО ПАКЕТА,  
И ФИКТИВНОЙ ПЕРЕМЕННОЙ ДЛЯ ЗОЛОТОЙ АКЦИИ

	Log(производительность труда)			Рентабельность		
	коэф.	t	P>t	коэф.	t	P>t
Лаговая зависимая переменная	0,5065315	31,39	0,000	0,1597224	11,52	0,000
Непрерывная переменная для участия государства	-0,0062411	-7,25	0,000	-0,0012004	-4,81	0,000
Фиктивная переменная для золотой акции	-0,0977913	-1,22	0,222	-0,0191886	-0,84	0,401
Контрольные переменные:						
монополистический статус предприятия	0,086447	2,66	0,008	0,0212379	2,87	0,004
размер предприятия	-0,0708181	-6,80	0,000	-0,0063121	-2,48	0,013
электроэнергетика	0,3193383	5,23	0,000	-0,0137582	-0,96	0,338
топливная промышленность	0,2771189	5,05	0,000	0,0106489	0,61	0,539
черная металлургия	0,1096777	2,01	0,045	-0,0057896	-0,46	0,646
цветная металлургия	0,374039	3,73	0,000	-0,0396016	-1,35	0,179
химическая промышленность	0,2087248	3,47	0,001	-0,0087641	-0,62	0,535
нефтехимическая промышленность	0,112222	1,63	0,102	-0,0120809	-0,70	0,487
ЛДЦБ	-0,0372429	-0,97	0,334	-0,0364277	-3,84	0,000
производство строительных материалов	-0,089389	-2,65	0,008	-0,0215814	-2,57	0,010
стеклянная промышленность	-0,0461047	-0,73	0,468	0,0606148	2,73	0,006
легкая промышленность	-0,3168931	-7,28	0,000	-0,0182716	-1,76	0,078
пищевая промышленность	0,1583098	4,66	0,000	-0,0109051	-1,71	0,087
микробиологическая промышленность	-0,0243364	-0,15	0,879	-0,0358346	-1,07	0,286
мукомольная промышленность	0,0145771	0,20	0,843	0,0081238	0,70	0,482
медицинская промышленность	0,4255332	5,90	0,000	0,0996842	6,35	0,000
полиграфическая промышленность	0,3747119	4,98	0,000	0,0705619	4,57	0,000
другие промышленные предприятия	-0,2630902	-2,46	0,014	0,1210104	3,78	0,000
головные предприятия холдингов	0,0321657	0,06	0,950	-0,2769503	-2,52	0,012
Постоянная	1,380022	9,26	0,000	0,0788789	4,21	0,000
Число наблюдений	4467			4094		
F(22, 4444)	158,47			14,62		
Prob > F	0,0000			0,0000		
R <sup>2</sup>	0,4488			0,0796		

Таблица 6

ВЛИЯНИЕ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИЙ: РЕГРЕССИИ С НЕПРЕРЫВНЫМИ ПЕРЕМЕННЫМИ, УКАЗЫВАЮЩИМИ  
НА РАЗМЕР ГОСУДАРСТВЕННОГО ПАКЕТА  
В УПРАВЛЕНИИ МГИ И РФФИ, И ФИКТИВНОЙ ПЕРЕМЕННОЙ  
ДЛЯ ЗОЛОТОЙ АКЦИИ

	Log(производительность труда)			Рентабельность		
	коэф.	t	P>t	коэф.	t	P>t
Лаговая зависимая переменная	0,5038484	31,24	0,000	0,1554252	11,10	0,000
Все пакеты МГИ	-0,0022408	-1,85	0,064	-0,0003756	-1,27	0,203
Все пакеты РФФИ	-0,0100341	-8,05	0,000	-0,0020233	-4,93	0,000
Фиктивная переменная для золотой акции	-0,0659767	-0,82	0,410	-0,0137052	-0,60	0,550
Контрольные переменные:						
монополистический статус предприятия	0,0841144	2,58	0,010	0,0204848	2,76	0,006
размер предприятия	-0,0730476	-7,00	0,000	-0,0066488	-2,62	0,009
электроэнергетика	0,3264502	5,37	0,000	-0,013256	-0,93	0,352
топливная промышленность	0,2663398	4,82	0,000	0,0072919	0,42	0,676
черная металлургия	0,1167416	2,13	0,034	-0,0046504	-0,37	0,714
цветная металлургия	0,3825973	3,77	0,000	-0,0382519	-1,28	0,200
химия	0,2206562	3,68	0,000	-0,0066083	-0,47	0,639
нефтехимия	0,1198052	1,75	0,081	-0,0107533	-0,62	0,536
ЛДЦБ	-0,0227164	-0,59	0,556	-0,0336328	-3,58	0,000
производство строительных материалов	-0,0883846	-2,62	0,009	-0,0217176	-2,59	0,010
стекольная промышленность	-0,0321625	-0,51	0,610	0,0614669	2,77	0,006
легкая промышленность	-0,3093695	-7,12	0,000	-0,0166944	-1,62	0,106
пищевая промышленность	0,1538379	4,55	0,000	-0,0124893	-1,96	0,050
микробиологическая промышленность	-0,0628622	-0,38	0,701	-0,0495588	-1,44	0,150
мукомольная промышленность	-0,0036504	-0,05	0,961	0,0031754	0,28	0,782
медицинская промышленность	0,4189853	5,87	0,000	0,0983562	6,28	0,000
полиграфическая промышленность	0,3849256	5,02	0,000	0,0734396	4,63	0,000
другие промышленные предприятия	-0,2735182	-2,51	0,012	0,1195301	3,80	0,000
головные предприятия холдингов	0,0415551	0,09	0,932	-0,2755417	-2,48	0,013
Постоянная	1,416531	9,50	0,000	0,0823188	4,40	0,000
Число наблюдений	4467			4094		
F(23, 4443)	153,11			14,37		
Prob > F	0,0000			0,0000		
R <sup>2</sup>	0,4518			0,0842		

Таблица 7

ВЛИЯНИЕ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ  
КОМПАНИЙ: РЕГРЕССИИ С НЕПРЕРЫВНЫМИ ПЕРЕМЕННЫМИ, УКАЗЫВАЮЩИМИ  
НА РАЗМЕР ГОСУДАРСТВЕННОГО ПАКЕТА  
В УПРАВЛЕНИИ МГИ (ЗАКРЕПЛЕННЫЕ И ОСТАТОЧНЫЕ) И РФФИ,  
И ФИКТИВНОЙ ПЕРЕМЕННОЙ ДЛЯ ЗОЛОТОЙ АКЦИИ

	Log(производительность труда)			Рентабельность		
	коэф.	t	P>t	коэф.	t	P>t
Лаговая зависимая переменная	0,5027467	31,22	0,000	0,1554884	11,08	0,000
Закрепленные пакеты МГИ	0,0011721	0,71	0,481	-0,0004007	-0,99	0,325
Остаточные пакеты МГИ	-0,0048592	-2,88	0,004	-0,0003576	-0,88	0,381
Все пакеты РФФИ	-0,0101006	-8,10	0,000	-0,0020231	-4,93	0,000
Фиктивная переменная для золотой акции	-0,0606263	-0,76	0,450	-0,0137465	-0,60	0,548
Контрольные переменные:						
монополистический статус предприятия	0,08211	2,52	0,012	0,0204951	2,76	0,006
размер предприятия	-0,0732039	-7,02	0,000	-0,0066462	-2,62	0,009
электроэнергетика	0,326366	5,37	0,000	-0,0132438	-0,93	0,353
топливная промышленность	0,2698648	4,91	0,000	0,0072845	0,42	0,677
черная металлургия	0,1157732	2,11	0,035	-0,0046397	-0,37	0,714
цветная металлургия	0,3847285	3,82	0,000	-0,0382623	-1,28	0,200
химия	0,2205109	3,68	0,000	-0,0066042	-0,47	0,639
нефтехимия	0,121054	1,76	0,078	-0,0107619	-0,62	0,536
ЛДЦБ	-0,0241486	-0,63	0,531	-0,0336238	-3,57	0,000
производство строительных материалов	-0,0878529	-2,61	0,009	-0,0217192	-2,59	0,010
стекольная промышленность	-0,0336613	-0,53	0,594	0,0614756	2,77	0,006
легкая промышленность	-0,3104738	-7,14	0,000	-0,0166853	-1,62	0,106
пищевая промышленность	0,1509518	4,46	0,000	-0,0124578	-1,94	0,052
микробиологическая промышленность	-0,027837	-0,17	0,864	-0,0498608	-1,45	0,146
мукомольная промышленность	-0,0013369	-0,02	0,985	0,0031696	0,28	0,782
медицинская промышленность	0,4188158	5,91	0,000	0,0983644	6,28	0,000
полиграфическая промыш- ленность	0,3849626	5,03	0,000	0,0734305	4,63	0,000
другие промышленные предприятия	-0,2675332	-2,50	0,013	0,1194958	3,80	0,000
головные предприятия холдингов	0,028705	0,06	0,952	-0,275404	-2,48	0,013
Постоянная	1,42828	9,59	0,000	0,0822748	4,39	0,000
Число наблюдений	4467			4094		
F(24, 4442)	147,31			13,79		
Prob > F	0,0000			0,0000		
R <sup>2</sup>	0,4528			0,0842		

*С незначительными изменениями настоящая статья опубликована в Вестнике РЦЭР (Рабочего Центра Экономических Реформ при Правительстве РФ):*

**Муравьев, А. (2003) Государственные пакеты акций в российских компаниях: происхождение, типы и влияние на результаты деятельности. Вестник РЦЭР, № 133, февраль, стр. 13-34.**